

Global Small Cap Value

Lettre trimestrielle

T2 2008

Performances

Performance T2 -3,36

Economie

Cher investisseur,

Les marchés actions mondiaux ont continué de baisser au deuxième trimestre 2008 et le fonds Sparinvest Global Small Cap Value a lui aussi souffert. Nous avons perdu 3,36%, ce qui a porté notre performance depuis le début de l'année à -14,33%. Cependant, nous restons confiants vis-à-vis de nos positions sur le long terme, et notons également que les marchés actuels offrent des opportunités d'achat d'actions bon marché et présentant un bon potentiel de performance future.

Dans l'ensemble, les marchés d'actions, tels que mesurés par l'indice MSCI World ont perdu 1,10% sur le trimestre, tandis que le MSCI World Value et le MSCI World Small Cap ont baissé de 4,77% et 0,36% respectivement. Les valeurs de croissance ont affiché des résultats sensiblement meilleurs, avec une performance positive de 2,50%.

Le tableau ci-dessous illustre les performances du deuxième trimestre et du premier semestre 2008, ainsi que celles de 2007, comparés aux différents indices de marchés.

Sparinvest Global Small Cap Value par rapport aux indices			
	T2 2008	S1 2008	2007
Sparinvest Global Small Cap Value	-3,36%	-14,33%	-14,99%
Indice MSCI World Small Cap	-0,36%	-15,54%	-9,10%
Indice MSCI World	-1,10%	-17,01%	-1,66%
Indice MSCI World Value	-4,77%	-20,33%	-6,74%
Indice MSCI World Growth	2,50%	-13,74%	3,51%

Les indices MSCI World Small Cap, MSCI World, MSCI World Value et MSCI World Growth sont tous des indices incluant une large sélection de sociétés partout dans le monde. Toutes les performances sont exprimées en Euro. ■

Au début du deuxième trimestre, le président de la Fed, Ben Bernanke, a affirmé devant le Congrès des Etats-Unis que l'économie du pays pourrait « se contracter légèrement » au premier semestre 2008. Que la récession soit un fait avéré ou non, la faiblesse actuelle de la conjoncture ne fait aucun doute. La « stagflation » est un mot horrible qui décrit un phénomène horrible. Lorsqu'elles fixent les taux d'intérêt, les banques centrales sont confrontées à un dilemme entre les risques d'inflation d'une part, et des prévisions de croissance peu réjouissantes ainsi que l'incertitude persistante qui caractérise le secteur financier d'autre part. En outre, le fait que l'inflation soit actuellement dopée par les prix de l'énergie et des produits alimentaires ne facilite pas leur décision. Au lieu de générer un cercle vertueux de bénéfices et de dépenses, ce type d'inflation incite les ménages et les entreprises à se serrer la ceinture.

Aux Etats-Unis, le PIB du premier trimestre a été révisé à la hausse à 1,0% en données annualisées, mais les prévisions tablent sur un ralentissement de la croissance à 0,45% en données annualisées au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation ont été temporairement dopées par les réductions d'impôts, mais les chiffres de la croissance des salaires et de la confiance des consommateurs sont atones. Juin a été le sixième mois consécutif à voir le nombre d'emplois diminuer. En Europe, le taux de chômage reste relativement encourageant et les ventes de détail de mai se sont montrées raisonnablement robustes. Cependant, la confiance économique perd elle aussi du terrain, les indicateurs

ayant atteint au mois de juin leur niveau historique le plus bas depuis trois ans. Les estimations du PIB du premier trimestre s'établissent à 0,8% (données trimestrielles).

Au Japon, le PIB a augmenté de 4% en données annualisées au premier trimestre. Cependant, on attend un ralentissement- ou du moins une légère contraction- de l'économie pour la mi-2008 ; devant être suivi par une reprise ultérieure. Les dépenses immobilières ont chuté en année glissante de 3,2% en mai et, bien que les chiffres de l'emploi demeurent stables, le volume d'offres d'emploi a baissé en mars.

L'inflation est un thème récurrent. Les indices des prix à la consommation se sont envolés à travers le monde, les prix des produits alimentaires et de l'énergie étant désignés comme les principaux coupables. Le pétrole a continué son ascension pendant le deuxième trimestre, le baril dépassant 145 dollars début juillet et exerçant de fortes pressions sur les consommateurs et les sociétés. Lorsque le brut a dépassé 140 dollars, le cours de l'or a été tiré vers le haut par les investisseurs en quête d'une couverture contre l'inflation.

Alors que l'impact permanent de la contraction du crédit se faisait sentir, le début du deuxième trimestre s'est accompagné d'un nouvel assouplissement monétaire sur les marchés développés. La Banque d'Angleterre a baissé ses taux de 5,25% à 5,00% le 10 avril, tandis que la Fed a poursuivi ses nombreuses baisses de taux du premier trimestre par un nouveau relâchement de 25 points de base le 30 avril. Cependant, le deuxième trimestre a vu les banques centrales se soucier de plus en plus de l'inflation.

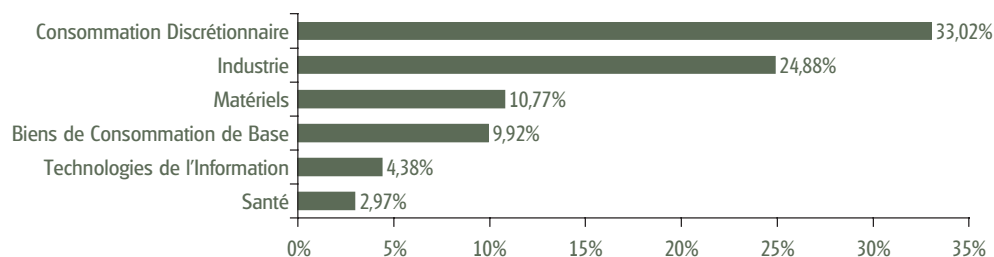
Fin juin, la Fed a déclaré que les risques baissiers pesant sur la croissance avaient diminué, indiquant qu'elle se concentrerait désormais davantage sur le risque de hausse de l'inflation, son ton n'étant pourtant pas suffisamment agressif pour suggérer une hausse imminente. La BCE, quant à elle, a relevé ses taux de 25 points de base le 3 juillet en dépit des nombreux opposants (tels que le Président français, Nicolas Sarkozy) persuadés qu'une telle mesure menacerait la croissance et renforcerait la surévaluation de l'euro.

Par rapport à sa faible performance du premier trimestre, le dollar américain s'est montré relativement stable au deuxième trimestre. Il s'est légèrement renforcé face à la monnaie unique, pour retomber à la fin du trimestre aux niveaux de fin mars, soit 1,57 dollars pour 1 euro. Parallèlement, le yen japonais a perdu sa vigueur du premier trimestre, se dépréciant d'environ 7% face au dollar américain et à l'euro, pour finir le deuxième trimestre à 106 JPY/USD et 167 JPY/EUR. ■

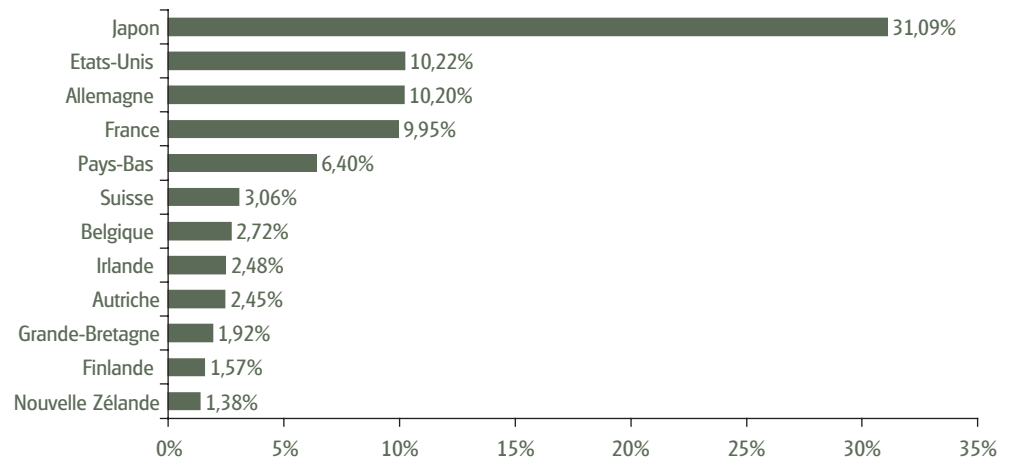
Bilan du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 14,1% des actifs sous gestion. Le fonds avait 59 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes.

Allocation sectorielle



Allocation géographique



Nous avons investi dans quatre nouvelles sociétés pendant le trimestre : Fleury Michon, fabricant français d'aliments pré-emballés et Toppan Forms, un imprimeur japonais d'imprimés administratifs. Aux Etats-Unis, nous avons investi dans Frisch's Restaurants, un exploitant de restaurants familiaux et dans Columbia Sportswear, un fabricant de vêtements de sport et de plein air.

Nous avons renforcé notre position sur deux valeurs que nous détenions déjà dans notre portefeuille.

A la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 24,2% du portefeuille total.

Dix premières positions

Société	Secteur	Poids
Freds Inc A	Consommation Discrétionnaire	2,96%
Tessenderlo Chemie	Matériels	2,72%
Grammer Ag	Consommation Discrétionnaire	2,64%
Tachi-S	Consommation Discrétionnaire	2,57%
Miba Ag -Priv.-B-	Consommation Discrétionnaire	2,45%
Ste L D C Sa	Biens de Consommation de Base	2,24%
Rsdb Nv	Industrie	2,24%
Scholastic Corp.	Consommation Discrétionnaire	2,22%
Koenig + Bauer Ag	Industrie	2,14%
Jungheinrich Ag /Vorz.O.St	Industrie	2,00%

PZ Cussons Vendu avec bénéfice

Si l'activité initiale de PZ Cussons est la fabrication de savon, le groupe est maintenant l'un des premiers producteurs mondiaux de produits de toilette et fabrique également des produits d'entretien ménager et des produits pharmaceutiques. Ce fabricant est présent en Europe, en Afrique et en Asie et contrôle des marques de produits ménagers telles qu'Imperial Leather, Carex et Original Source.

Nous avons commencé à investir dans PZ Cussons en décembre 2006, date à laquelle nous avons payé 1,66 livres sterling par action (prix ajusté pour tenir compte des fractionnements ultérieurs de l'action). Le bilan montrait un niveau confortable de trésorerie excédentaire et les bénéfices étaient stables, si ce n'est en expansion. Le cours de l'action

Perspectives

était proche de sa valeur comptable et bon marché par rapport à une évaluation basée sur les bénéfiques. La société a enregistré par le passé un rendement sur dividendes compris entre 4 et 8%.

Depuis 1990, PZ Cussons a connu une expansion régulière. La direction a utilisé les liquidités pour acquérir des marques solides telles que Original Source (en 2002) et Charles Worthington (en 2004). Son chiffre d'affaires est aujourd'hui supérieur de 25% à son niveau de 2003. Le fait le plus impressionnant a été la capacité du groupe à améliorer sa rentabilité.

Le marché a régulièrement valorisé PZ Cussons. Nous avons vendu notre participation dans la société à un prix moyen de 1,94 livres sterling, ce qui correspond pour nous à une performance annualisée, dividendes inclus, de 20,3%. ■

Le premier semestre 2008 a été très rude pour les petites capitalisations. L'inflation, nourrie par les prix du pétrole et de l'alimentation, associée au coup de massue supplémentaire assené par la crise du crédit, a été à l'origine de l'un des pires premiers semestres jamais connus par les marchés d'actions.

L'ensemble des régions et des secteurs a subi l'impact négatif de la conjoncture actuelle des marchés et, en termes relatifs, les petites capitalisations se sont classées parmi les segments les plus performants du marché. Étant donné notre méthode et notre concentration sur la valeur intrinsèque, nous ne sommes pas satisfaits de cette performance négative, mais dans des moments où le marché est guidé par la psychologie et le sentiment des investisseurs plutôt que par les fondamentaux, il n'y a aucun refuge possible. Il ne fait aucun doute que les perspectives économiques mondiales actuelles sont loin d'être claires. Elles sont fortement influencées par les prix du pétrole et par l'issue de la crise du crédit. Par conséquent, les intervenants sur le marché sont confrontés à une tâche encore plus difficile que de coutume lorsqu'ils tentent de prévoir quelles seront les évolutions au cours des prochains mois. Historiquement, les périodes de visibilité économique médiocre sont allées de pair avec investisseurs à la mémoire courte et des horizons d'investissement court terme, ce qui explique le fait que même les entreprises de qualité bénéficient de faibles valorisations.

La capacité de production en est un exemple simple, car il s'agit là de quelque chose qui peut, dans la conjoncture que nous connaissons, cesser d'être considéré comme étant un élément d'actif pour devenir un élément de passif. Les investisseurs à la mémoire courte se souviennent que les marges bénéficiaires se sont rétrécies au cours des trois derniers trimestres, ce qui les amène à craindre que ces marges continuent à se réduire, cette crainte étant alimentée par le manque de visibilité économique globale. Par conséquent, les investisseurs vendent. Néanmoins, sur le long terme, si le modèle de gestion de la société est durable, la valeur de la capacité de production existante ne baissera pas à des niveaux inférieurs au coût nécessaire à la création d'une nouvelle capacité. Ceci est précisément la raison pour laquelle les investisseurs à long terme peuvent trouver des opportunités au sein de marchés comme celui-ci. Il est évident que, dans le cas de certains secteurs, les bénéfiques ne reprendront jamais le dessus, mais la plupart des secteurs matures, tels que les supermarchés, le feront. Il ne s'agit là que d'un léger obstacle sur les perspectives à long terme.

La conjoncture de marché actuelle n'est pas entièrement négative. Elle offre aussi l'opportunité de garantir les performances futures du fonds. Le modèle suivi par Sparinvest depuis ces dix dernières années garantit la solidité et la durabilité des sociétés ajoutées au portefeuille. Au cours du premier semestre de cet exercice, nous avons effectué autant de nouveaux investissements que nous l'avions fait au cours de la totalité de l'exercice précédent. Sur le court terme, ces achats peuvent ne pas générer de la performance, mais nous sommes convaincus qu'ils le feront sur le long terme. Notre portefeuille affiche un ratio cours/valeur comptable moyen de 0,8, un ratio valeur d'entreprise/EBITDA médian de 4,2 et un ratio dette nette/fonds propres très faible. Ces valorisations sont très similaires à celles observées à la fin du siècle dernier.

Notre objectif est de réaliser des performances positives et nous ne saurions nous satisfaire d'une période de résultats négatifs. Cependant, nous restons convaincus de la solidité de notre portefeuille. Le repli des marchés n'est pas le reflet d'une dégradation de la qualité fondamentale de nos investissements. Nous continuons à être convaincus que nos investissements « contiennent » un potentiel haussier considérable et nous gardons confiance dans leurs perspectives futures. ■

Je vous prie d'agréer, cher investisseur, mes salutations distinguées.

Sparinvest Asset Management

Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager
Le 8 juillet 2008

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.